

## 收入持续增长，盈利能力提升

### 投资要点

- 事件：**公司发布2023年第三季度报告，2023年前三季度实现营收84.5亿元，同比增长15.5%；实现归母净利润5.4亿元，同比下降22.4%。Q3单季度实现营收28.7亿元，同比增长18.6%；实现归母净利润2.1亿元，同比增长98.3%；实现扣非后归母净利润2.0亿元，同比增长85.9%。
- 多元业务协同发展，主业营收稳健增长。**报告期内，公司收入端整体呈现稳步上升趋势。制冷配件方面，随着空调销售旺季结束，预期制冷配件销售增速有所回落。制冷设备方面，我国中央空调市场整体呈现增长态势。受益于国家政策及行业发展趋势，公司在制冷设备表现稳定良好。在汽车热管理方面，公司与已成为比亚迪、吉利、理想等主流汽车品牌建立了可靠的合作关系，随着汽车消费稳步复苏，预计公司未来营收将持续增长。
- 盈利能力持续提升。**公司Q3毛利率为19.4%，同比提升1.4pp。我们推测公司毛利率持续改善的原因如下：1) 盈利能力较好的外销收入占比提升；2) 原材料价格回落成本优化。费用端来看，公司销售费用率为3.1%，同比提升0.4pp；管理费用率为2.8%，同比提升0.2pp；财务费用率为0.6%，同比提升0.1pp，公司费用率保持相对稳定。综合来看，公司Q3单季度净利率为7.3%，同比提升3pp。
- 精准战略定位，升级核心技术。**公司采取聚焦制冷主业和协同发展多业务单元的战略，取得显著成功。在制冷配件、制冷设备、换热器和新能源汽车热管理领域实现了协同发展，夯实家用空调配件市场的地位，拓展了商用空调领域和战略新品市场。此外，公司在智能制造领域投入巨资，实施自动化和信息化融合，提高生产效率和客户满意度。此外，公司注重研发，申请和获得大量专利，并不断推陈出新的产品，如超静音电子膨胀阀和高效换热器。2023年前三季度公司研发费用率为3.6%，同比提升0.1pp。在制冷设备领域的创新也带来了高度认可，例如高效冷水机组和核级冷水机组。在新能源汽车热管理领域，公司领先开发大口径电子膨胀阀，进入量产阶段。公司产品革新速度加快，市场认可度大力提升。
- 盈利预测与投资建议。**公司作为制冷零部件龙头企业，外延拓展到汽车热管理业务。我们预计公司2023-2025年EPS分别为0.67/0.83/0.96元，2024-2025归母净利润保持19.1%的复合增速，首次覆盖，给予“持有”评级。
- 风险提示：**经济大幅下滑风险，新冠疫情反复风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	10143.66	11686.31	13158.00	14893.18
增长率	3.12%	15.21%	12.59%	13.19%
归属母公司净利润（百万元）	839.01	711.07	880.04	1009.36
增长率	106.98%	-15.25%	23.76%	14.70%
每股收益EPS（元）	0.79	0.67	0.83	0.96
净资产收益率ROE	23.60%	17.46%	18.26%	17.97%
PE	14	16	13	12
PB	3.20	2.80	2.38	2.03

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：龚梦泓  
执业证号：S1250518090001  
电话：023-63786049  
邮箱：gmh@swsc.com.cn

分析师：夏勤  
执业证号：S1250522080003  
电话：023-63786049  
邮箱：xiaqin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

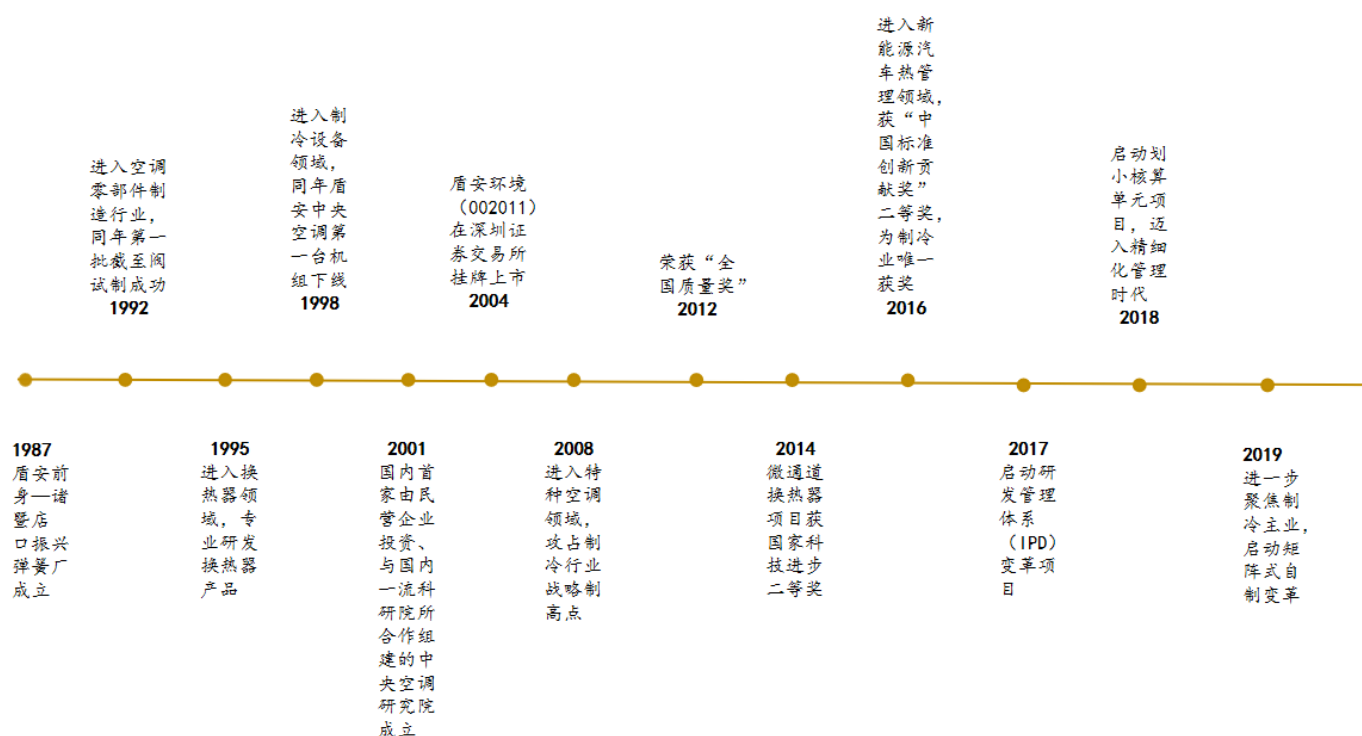
总股本(亿股)	10.57
流通A股(亿股)	9.15
52周内股价区间(元)	10.03-16.26
总市值(亿元)	116.55
总资产(亿元)	100.87
每股净资产(元)	3.98

### 相关研究

## 1 制冷配件龙头重振旗鼓，汽车热管理放量增长

公司前身是 1987 年成立的诸暨振兴弹簧厂，201 年完成股份制改造，2004 年于深交所上市。经过多年的经营发展，目前公司的经营业务已经包含制冷配件、制冷空调设备和新能源汽车热管理核心零部件的研发、制造和销售。产品包括电子膨胀阀、四通阀、截止阀、电磁阀等制冷配件，以及冷水机组、单元机、核电暖通、车载/站台空调等制冷空调设备。2016 年公司外拓到新能源汽车热管理业务。2018 年公司启动战略调整，逐步剥离非核心业务业务，聚焦制冷、汽车热管理等核心业务。

图 1：公司发展历程

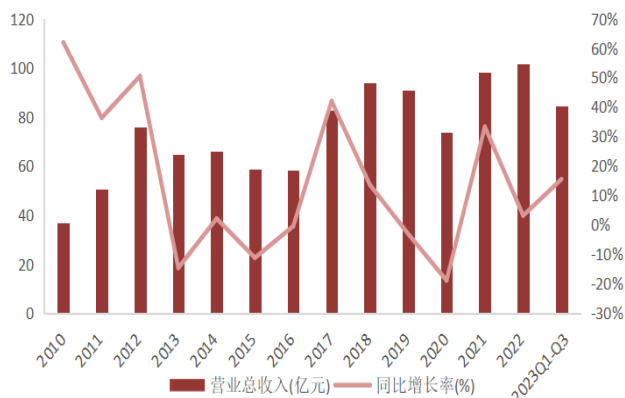


数据来源：公司官网，西南证券整理

收入整体呈现增长趋势，归母净利润收到业务剥离等因素影响有所波动。2010 年至 2022 年，公司营业收入整体呈现增长趋势，从 2010 年的 37 亿元增长至 2022 年的 101.4 亿元。受到新冠疫情影响，公司制冷空调业务增速放缓，叠加公司非核心业务经营不善，2020 年公司全年收入同比减少 18.9%至 73.8 亿元。随着公司陆续剥离非核心业务，制冷业务逐步回暖叠加公司新开拓的汽零业务稳步放量，2021 年公司全年收入同比增长 33.3%至 98.4 亿元。2023 年前三季度实现营收 84.5 亿元，同比增长 15.5%

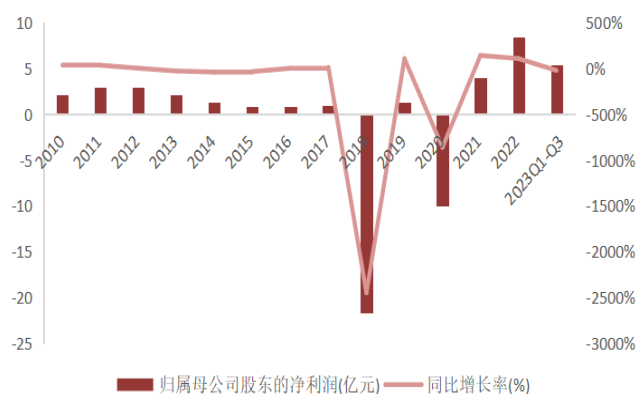
业绩方面，2010 年至 2022 年公司归母净利润有所波动。公司实施战略收缩、聚焦主业，对非核心业务与资产进行有序处置和剥离，并且计提对外担保损失，2018 年和 2020 年公司业绩出现亏损，分别亏损 21.7 亿元和 10 亿元。随着公司战略调整到位，非核心业务剥离逐步见效，核心业务收入持续放量，公司业绩逐步进入改善通道。2022 年公司全年实现归母净利润 8.4 亿元，同比增长 107%。2023 年前三季度公司实现营收 84.5 亿元，同比增长 15.5%；实现归母净利润 5.4 亿元，同比下降 22.4%。

图 2：2010 至今公司营收及增速



数据来源：Choice，西南证券整理

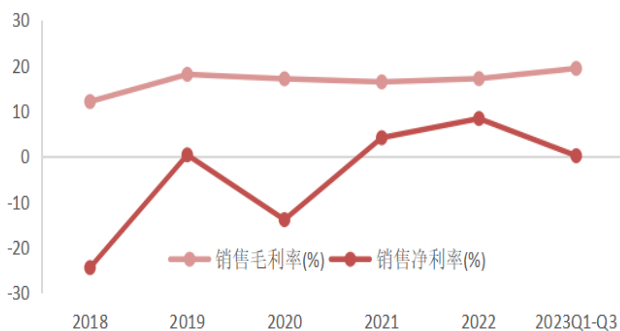
图 3：2010 至今公司归母净利润及增速



数据来源：Choice，西南证券整理

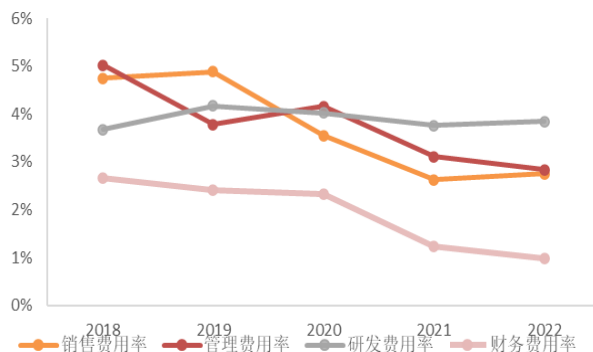
**毛利率保持相对稳定，效率优化下费率改善。**2018-2022 年，公司毛利率保持了相对稳定的态势。随着公司剥离盈利表现相对较弱的非核心业务，叠加公司高毛利率的阀件占比提升，2021 年以来公司毛利率呈现了一定的提升趋势。2018-2022 年公司期间费用率呈现了较大的优化，从 2018 年的 16.1%减少到 2022 年的 10.7%。一方面公司调整战略规划，降本增效下你不运营效率提升，销售费用率以及管理费用率得到明显优化；另一方面，公司剥离不良资产，减少有息债务，财务费用率逐步回落至较低水平。2022 年公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 2.8%/6.7%/1%。随着公司高毛利率阀件占比提升，公司毛利率呈现出稳中有升的趋势，叠加公司期间费用率改善，公司整体盈利进入向上通道。2022 年公司净利率为 8.2%，同比提升 4.2pp。2023Q3 公司毛利率为 19.4%，同比提升 1.4PP。

图 4：2018 年至今公司盈利能力情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

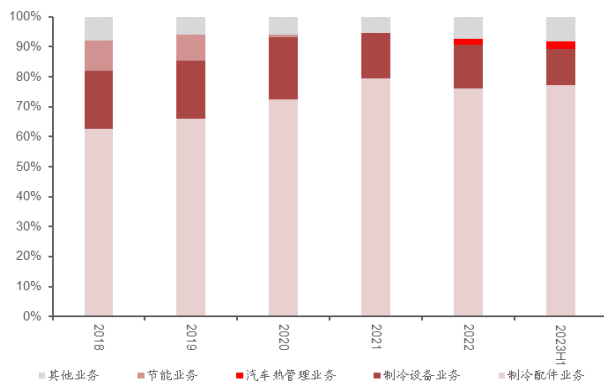
图 5：2018 年至今公司费用率情况



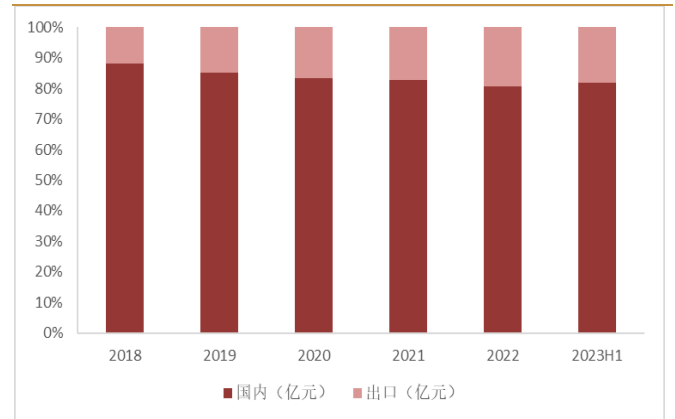
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司根据制冷行业的发展态势和竞争优势，确定了聚焦制冷主业、3+1 业务单元协同发展的战略定位，坚持制冷配件、制冷设备、换热器和新能源汽车热管理各业务单元的协同发展。分业务来看，制冷配件业务作为公司的基本盘，成为公司主要的收入来源。2018 年公司剥离非核心业务后，制冷配件收入占比由 62.54%提升至 2023H1 年的 77.1%。随着新能源汽车热管理行业高速扩容，公司汽零订单逐步释放，汽车热管理业务实现高速增长，2022 年公司汽车热管理业务实现收入 2 亿元，同比增长 290%；制冷配件业务实现收入 77.2 亿元，同比减少 0.5%；制冷设备业务实现收入 14.9 亿元，同比减少 0.2%。2023 年上半年，公司制冷配件业务保持稳健增长，汽车热管理业务持续高速增长，汽车热管理业务占比进一步提升。

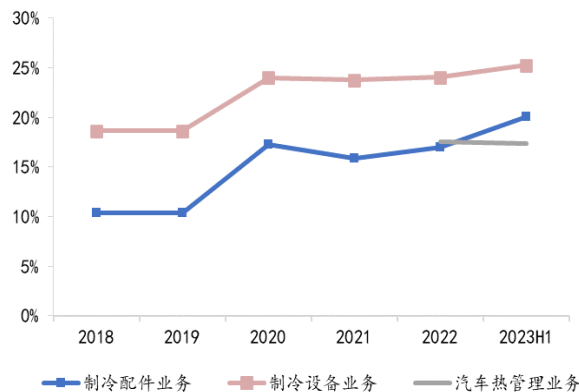
分地区来看，公司以国内销售为主，外销占比呈现逐步提升趋势。2018 年至今，公司收入以国内市场为主，国内销售占比保持在 80%以上。随着公司强化海外市场拓展，外销占比呈现提升趋势。2018 年-2022 年，公司外销收入占比从 11.8%提升至 18.2%。

**图 6：2018-2023H1 公司分业务情况**


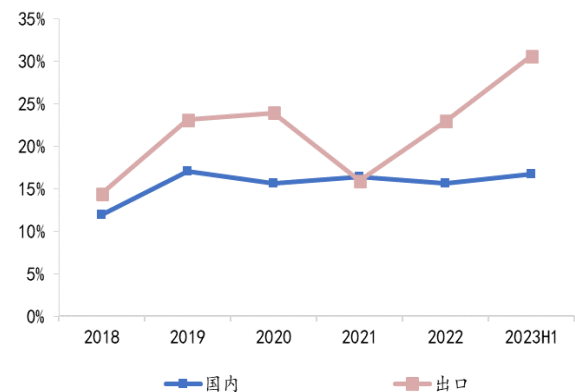
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 7：2018-2023H1 公司分地区情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 8：2018-2023H1 公司分业务盈利情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

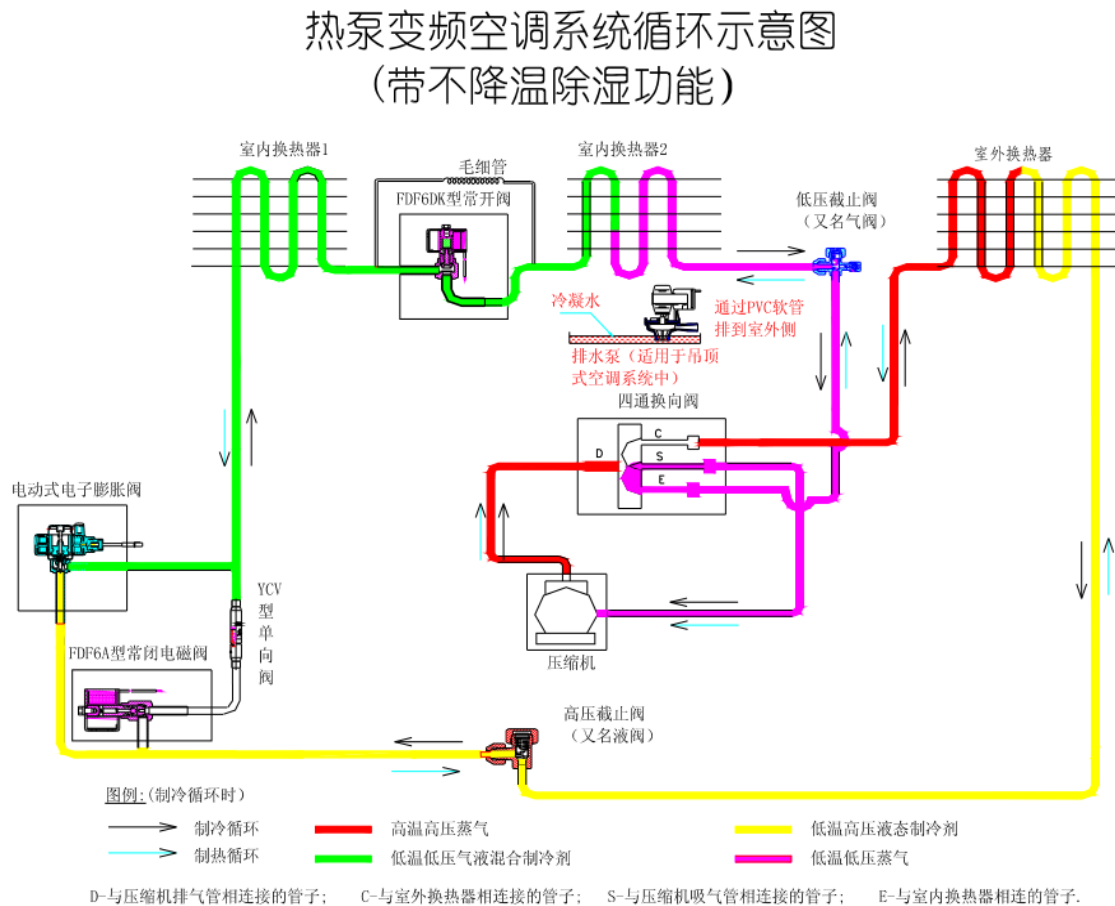
**图 9：2018-2023H1 公司分地区盈利情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

### （1）制冷配件业务

空调系统是由多个部件组成的，其中核心部件包括压缩机、冷凝器、节流阀和蒸发器。空调核心阀件是指控制制冷剂流动的阀门，包括膨胀阀、四通换向阀和节流阀。这些阀门的作用是控制制冷剂的流量和方向，从而实现空调系统的制冷和制热。

图 8：热泵型变频空调循环示意图



数据来源：三花智控招股说明书，西南证券整理

**三大阀门份额领先。**公司制冷配件业务主要产品包括电子膨胀阀、四通阀、截止阀、电磁阀、小型压力容器、换热器、集成管路组件等产品，广泛应用于家用空调、商用空调等领域。根据产业在线数据显示，2021 年公司截止阀销量份额为 40.7%，位于行业第一；四通阀销量份额为 46.5%；电子膨胀阀销量份额为 26.2%，位于行业第三，仅次于三花智控（40%）和不二工机（26.8%）。

公司在制冷配件领域深耕多年，研发实力雄厚，技术专利储备丰富。截止 2023 年上半年，公司已申请专利 3457 件（其中发明专利 1035 件），已获得授权专利 2891 件（其中发明专利 469 件）。

## （2）制冷设备业务

在巩固制冷配件竞争优势的基础之上，公司聚焦下游制冷设备制造，重点布局细分领域。公司制冷空调设备业务主要产品包括冷水机组、空气源热泵、空调末端等商用空调设备，及核电、轨道交通、通讯、冷链等领域的特种制冷空调设备，主要应用于商业楼宇、工业生产、精密制造、集中供暖、医院医疗、制药、核电、轨道交通、数据中心、冷链等行业领域。



**表 1：公司制冷设备合作项目（部分）**

细分领域	合作客户	合作项目
盾安热泵	石嘴山银善寺	供暖煤改电，机型：盾安 FWRMCD40G 超低温空气源热泵机组 4 台
	山东朱老大食品有限公司	速冻食品，机型：盾安 FWRMD040F 风冷涡旋机组 8 台
	兵器工业集团精细化工原料工程项目	机型：盾安 FWRMC040F 风冷涡旋机组 4 台
	文安县医院	机型：盾安 FWRMDE040F 14 台
	五莲县中医医院	新区建设，机型：盾安 FWRMC040G 风冷涡旋机组 5 台
	巨鹿中医院	机型：盾安 FWRMC040F 10 台
	大连加州旅馆	制冷、采暖以及洗浴热水设备，机型：盾安 FWRMD040G 风冷涡旋机组 5 台
	胜利油田胜泰宾馆	供暖改造，机型：盾安 FWRMC040F 空气源热泵机组 8 台
	宕昌学校(11 所学校)	供暖项目，机型：盾安高温出水型低温空气源热泵机组 187 台
	浩博邱县希望学校	制冷、取暖项目，机型：盾安 FWRMC040G 30 台+RSL1920M2 台+明装风机盘管 1400 台
商用领域	钓鱼台国宾馆	机型：末端设备
	中央电视塔	机型：末端设备
	上海浦东政府行政办公中心	机型：末端设备
	呼和浩特市市政府	机型：风冷涡旋式冷水机组
	昭山两型发展中心	机型：水源热泵
	重庆警备区	机型：离心机 SXB700J
	沈阳检察院	机型：水源热泵
	湖北武穴市行政中心办公大楼	机型：风盘+柜机+水冷机
	武汉市传媒长江大厦	机型：盘管+柜机+组合机
	杭州西湖区法院	机型：风冷模块机组
专业领域	京东方（北京、重庆、合肥）	机型：干表冷器+组合机台+吊顶柜机+干盘管
	南京熊猫电子	机型：干表冷器
	无锡电信国际数据中心	机型：背板热管空调
	中国移动新疆基地	机型：背板热管空调
	中国联通福建省某公司	机型：基站热管空调
	中国移动通信集团湖南	机型：基站节能通风器
特殊领域	太平岭核电站	核电机组建设，机型：核级风阀，核级水冷冷水机组、抗震级风冷冷水机组
	福建福清核电站	核电机组建设
	方家山核电站	核电机组建设，机型：核级冷水机组(SL)
	台山核电站	核电机组建设，机型：满液式螺杆冷水机组(SL(M))、风冷螺杆式热泵机组(FL(R)M)、风冷涡旋式冷水(热泵)机组(FWRM)
	阳江核电站	核电机组建设，机型：满液式螺杆冷水机组(SL(M))、风冷螺杆式热泵机组(FL(R)M)、风冷涡旋式冷水(热泵)机组(FWRM)

数据来源：公司官网，西南证券整理

在制冷设备领域，变频直驱离心机能效远超国家一级能效，获得国际领先认定；热虹吸/蒸汽压缩复合空调机组运用先进技术方法实现在热虹吸循环和蒸汽压缩循环两种模式下均能高效运行，获得国际领先认定。在制冷设备领域，公司已经积累了一定的技术优势和客户资源。未来随着公司持续深耕制冷设备细分领域，有望实现高质量发展。

### （3）汽车热管理业务

随着新能源汽车销量释放，新能源汽车热管理行业的高速扩容。公司凭借制冷技术基础，实现对新能源热管理技术的延伸。公司在 2017 年就成立了汽零子公司，外延拓展至汽车热管理业务。目前公司已成为比亚迪、吉利、理想、蔚来、小鹏、广汽、红旗、一汽、上汽、长安、长城、零跑、哪吒等主机厂的可靠供方；银轮、拓普、法雷奥、马勒、空调国际、马瑞利、南方英特、腾龙、邦迪、盛世达等空调系统商和管路商的有力合作伙伴；同时与宁德时代、微宏动力、国轩高科等电池企业及一汽解放、吉利商用车、中通、中车等商用车企在商用车电池热管理方面建立了良好的合作关系。

## 2 盈利预测与估值

#### 关键假设：

假设 1：空调等传统家电产品在国内市场发展相对成熟，逐步进入更新换代的阶段。随着空调产品的更新升级，预期阀件等制冷配件的需求量逐步提升。假设 2023-2025 年公司制冷配件销量保持在 10% 以上增速，制冷配件均价保持相对稳定。。

假设 2：随着国内商用地产的逐步修复，预期国内商用制冷设备需求有所好转。假设 2023-2025 年公司制冷设备销量保持每年 1% 的增长，制冷设备均价保持相对稳定；

假设 3：参考公司目前的定点项目，公司在手订单 76 亿元，将于未来 3-5 年逐步释放，假设 2023-2025 年公司汽车热管理业务销量分别增长 150%/80%/60%，均价保持相对稳定；

假设 4：预计随着公司汽车热管理订单的逐步释放，产能利用率提升，预期公司整体毛利率稳步优化，假设 2023-2025 年公司毛利率分别为 18.5%/18.3%/18.3%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>合计</b>				
营业收入	10143.7	11686.3	13158.0	14893.2
yoy	3.1%	15.2%	12.6%	13.2%
营业成本	8418.6	9526.4	10750.8	12168.9
毛利率	17.0%	18.5%	18.3%	18.3%
<b>制冷配件产业</b>				
收入	7715.46	8795.6	9675.2	10642.7
yoy	-1.2%	14.0%	10.0%	10.0%
成本	6404.09	7124.5	7836.9	8620.6
毛利率	17.0%	19.0%	19.0%	19.0%
<b>制冷设备产业</b>				
收入	1489.54	1504.4	1519.5	1534.7
yoy	-0.2%	1.0%	1.0%	1.0%
成本	1131.25	1128.3	1147.2	1158.7
毛利率	24.1%	25.0%	24.5%	24.5%

百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>汽车热管理</b>				
收入	199.89	499.7	899.5	1439.2
yoy		150.0%	80.0%	60.0%
成本	164.77	404.8	724.1	1151.4
毛利率	17.6%	19.0%	19.5%	20.0%
<b>其他业务</b>				
收入	738.77	886.5	1063.8	1276.6
yoy		20.0%	20.0%	20.0%
成本	718.50	868.8	1042.6	1238.3
毛利率	2.7%	2.0%	2.0%	3.0%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 116.9 亿元（+15.21%）、131.6 亿元（+12.6%）和 148.9 亿元（+13.2%），归母净利润分别为 7.1 亿元（-15.2%）、8.8 亿元（+23.8%）、10.1 亿元（+14.7%）。

综合考虑业务范围，我们选取行业里主流的两家可比公司三花智控和拓普集团进行参考。2023 年行业平均 PE 为 23 倍。公司作为制冷零部件龙头企业，外延拓展到汽车热管理业务。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.67/0.83/0.96 元，2024-2025 归母净利润保持 19.1% 的复合增速，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2022A	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002050	三花智控	26.54	0.85	1.06	1.30	31.15	25.12	20.47
601689	拓普集团	62.10	2.14	2.96	3.95	28.99	20.97	15.71
平均值						30.07	23.04	18.09

数据来源：Wind, 西南证券整理



附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10143.66	11686.31	13158.00	14893.18	净利润	835.96	707.69	873.23	1009.36
营业成本	8418.62	9526.35	10750.76	12168.94	折旧与摊销	187.53	133.22	133.22	133.22
营业税金及附加	51.49	56.87	63.83	72.88	财务费用	97.90	51.40	23.62	7.52
销售费用	279.21	350.59	394.74	446.80	资产减值损失	-10.91	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	286.89	818.04	907.90	1027.63	经营营运资本变动	-30.98	1210.30	-79.33	-73.10
财务费用	97.90	51.40	23.62	7.52	其他	190.84	90.53	-29.54	53.26
资产减值损失	-10.91	-10.00	-10.00	-10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1270.33</b>	<b>2183.13</b>	<b>911.20</b>	<b>1120.27</b>
投资收益	-13.25	0.00	0.00	0.00	资本支出	33.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	3.56	0.07	-0.07	0.58	其他	-369.72	0.07	-0.07	0.58
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-336.51</b>	<b>0.07</b>	<b>-0.07</b>	<b>0.58</b>
<b>营业利润</b>	<b>560.94</b>	<b>893.13</b>	<b>1027.07</b>	<b>1180.00</b>	短期借款	-913.02	-824.96	0.00	0.00
其他非经营损益	371.37	-100.00	-50.00	-50.00	长期借款	-250.66	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>932.31</b>	<b>793.13</b>	<b>977.07</b>	<b>1130.00</b>	股权融资	1036.21	0.00	0.00	0.00
所得税	96.36	85.45	103.84	120.64	支付股利	0.00	-167.80	-142.21	-176.01
净利润	835.96	707.69	873.23	1009.36	其他	-245.74	-152.16	-23.62	-7.52
少数股东损益	-3.06	-3.38	-6.81	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-373.21</b>	<b>-1144.93</b>	<b>-165.84</b>	<b>-183.53</b>
归属母公司股东净利润	839.01	711.07	880.04	1009.36	<b>现金流量净额</b>	<b>586.43</b>	<b>1038.27</b>	<b>745.29</b>	<b>937.32</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1567.87	2606.15	3351.44	4288.76	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2160.08	2575.74	2846.67	3235.46	销售收入增长率	3.12%	15.21%	12.59%	13.19%
存货	1205.22	1372.96	1604.84	1792.00	营业利润增长率	12.09%	59.22%	15.00%	14.89%
其他流动资产	1421.64	118.84	131.12	145.60	净利润增长率	111.41%	-15.34%	23.39%	15.59%
长期股权投资	282.80	282.80	282.80	282.80	EBITDA 增长率	5.55%	27.34%	9.85%	11.56%
投资性房地产	41.11	41.11	41.11	41.11	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	968.57	871.85	775.12	678.40	毛利率	17.01%	18.48%	18.29%	18.29%
无形资产和开发支出	182.22	147.60	112.97	78.35	三费率	6.55%	10.44%	10.08%	9.95%
其他非流动资产	324.68	322.82	320.95	319.08	净利率	8.24%	6.06%	6.64%	6.78%
<b>资产总计</b>	<b>8154.20</b>	<b>8339.86</b>	<b>9467.02</b>	<b>10861.56</b>	ROE	23.60%	17.46%	18.26%	17.97%
短期借款	824.96	0.00	0.00	0.00	ROA	10.25%	8.49%	9.22%	9.29%
应付和预收款项	2688.28	3281.24	3606.96	4086.58	ROIC	17.46%	29.57%	41.13%	44.45%
长期借款	250.36	250.36	250.36	250.36	EBITDA/销售收入	8.34%	9.22%	9.00%	8.87%
其他负债	848.42	755.93	826.35	907.92	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4612.03</b>	<b>4287.53</b>	<b>4683.68</b>	<b>5244.86</b>	总资产周转率	1.24	1.42	1.48	1.47
股本	1056.63	1056.63	1056.63	1056.63	固定资产周转率	11.01	13.48	17.08	22.11
资本公积	3013.35	3013.35	3013.35	3013.35	应收账款周转率	7.22	7.18	7.30	7.28
留存收益	-453.55	89.72	827.54	1660.90	存货周转率	6.05	7.10	7.09	7.10
归属母公司股东权益	3646.15	4159.69	4897.51	5730.87	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	71.75%	—	—	—
少数股东权益	-103.98	-107.36	-114.17	-114.17	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3542.17</b>	<b>4052.33</b>	<b>4783.34</b>	<b>5616.70</b>	资产负债率	56.56%	51.41%	49.47%	48.29%
负债和股东权益合计	8154.20	8339.86	9467.02	10861.56	带息债务/总负债	23.32%	5.84%	5.35%	4.77%
					流动比率	1.53	1.74	1.88	1.98
					速动比率	1.24	1.38	1.50	1.60
					股利支付率	0.00%	23.60%	16.16%	17.44%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	846.37	1077.75	1183.90	1320.74	每股收益	0.79	0.67	0.83	0.96
PE	13.89	16.39	13.24	11.55	每股净资产	3.45	3.94	4.64	5.42
PB	3.20	2.80	2.38	2.03	每股经营现金	1.20	2.07	0.86	1.06
PS	1.15	1.00	0.89	0.78	每股股利	0.00	0.16	0.13	0.17
EV/EBITDA	12.74	8.21	6.84	5.43					
股息率	0.00%	1.44%	1.22%	1.51%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田靖雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn